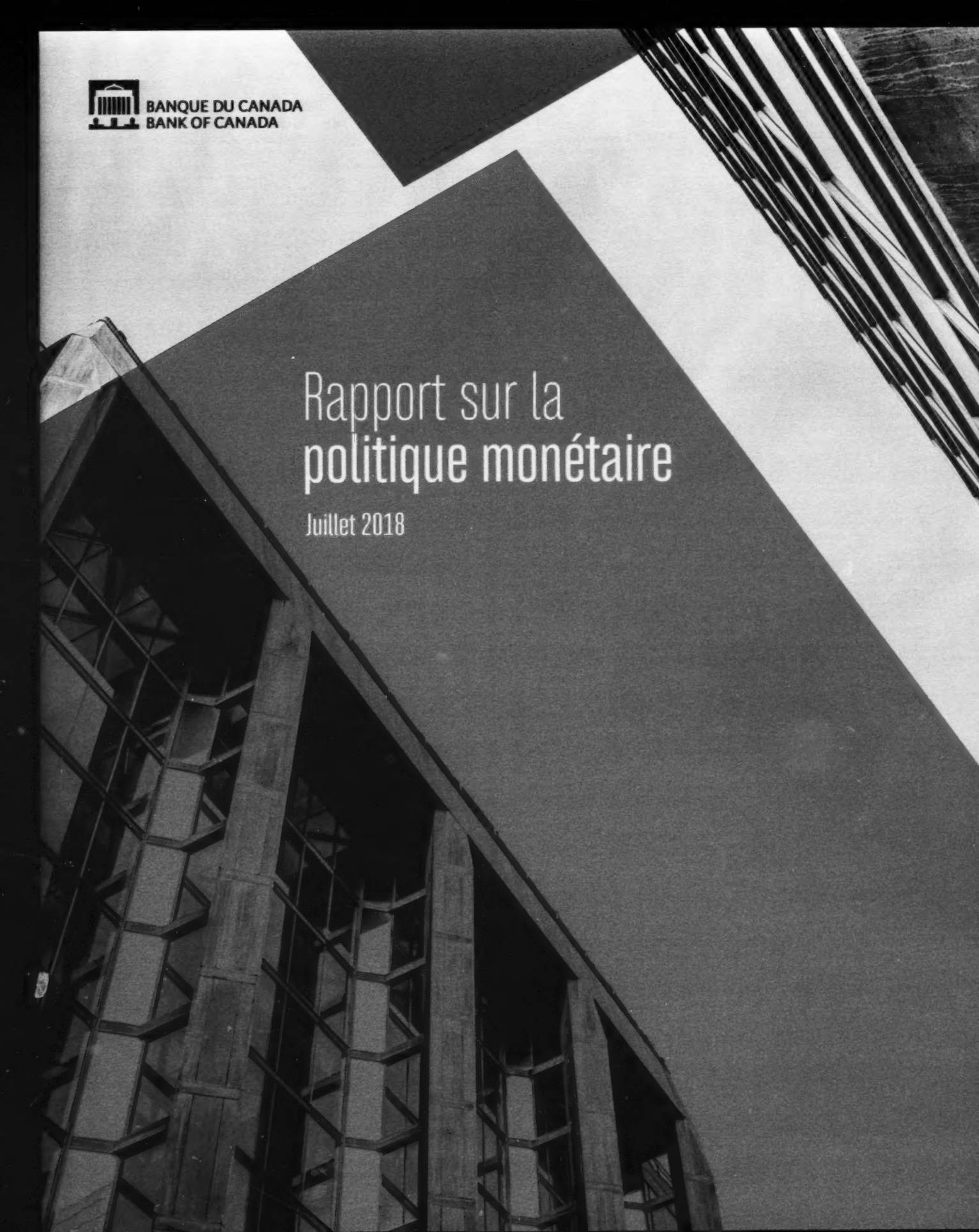


BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la **politique monétaire**

Juillet 2018

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2016, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2021. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- À court terme, les prix de certaines composantes de l'IPC peuvent être particulièrement volatils. Ces composantes, ainsi que les modifications des impôts indirects comme la TPS, peuvent occasionner des fluctuations considérables de l'IPC.
- Pour formuler la politique monétaire, la Banque cherche à faire abstraction des variations transitoires de l'inflation mesurée par l'IPC et se fonde sur des mesures de l'inflation fondamentale plus représentatives de la tendance sous-jacente de l'inflation. De ce point de vue, ces mesures servent de guide dans la conduite de la politique monétaire afin de faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC — elles ne remplacent pas l'inflation mesurée par l'IPC.
- Les trois mesures de l'inflation fondamentale que privilégie la Banque sont : l'IPC-tronq, qui exclut de l'IPC les composantes dont les taux de variation, au cours d'un mois donné, affichent les variations les plus extrêmes; l'IPC-méd, qui correspond à la variation de prix se situant au 50e centile de la distribution des variations de prix au cours d'un mois donné, pondérées selon les poids des composantes dans le panier de l'IPC; et l'IPC-comm, qui extrait les mouvements communs des prix entre les catégories du panier de l'IPC au moyen d'une méthode statistique.

---

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant le renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation* (24 octobre 2016) ainsi que le document d'information publié à ce sujet en octobre 2016. On peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 La Banque dispose d'une série de mesures exceptionnelles qu'elle pourrait prendre pour accroître la détente monétaire ou améliorer les conditions sur le marché du crédit lorsque les taux d'intérêt se situent à un niveau très bas. Ces mesures et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans le *Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt*, publié également dans le site de la Banque.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse banqueducanada.ca.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada, 2018

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2018

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé
de Stephen S. Poloz, Carolyn A. Wilkins, Timothy Lane, Lawrence Schembri, Lynn Patterson et Sylvain Leduc.

Table des matières

L'économie mondiale 1

- Les conditions financières 2
- Les États-Unis 3
- Les autres économies avancées 4
- Les pays émergents 5
- Les prix du pétrole 5

L'économie canadienne 7

- L'évolution récente 8
- Les pressions sur la capacité de production et l'inflation 10
- Encadré 1 : Principaux éléments du scénario de référence 11
- Les perspectives économiques 13
- Encadré 2 : Retombées économiques des récents droits de douane sur l'acier et l'aluminium 14
- Les dépenses des ménages 15
- Encadré 3 : Effets de la hausse des taux d'intérêt sur les détenteurs de prêts hypothécaires 15
- Les investissements des entreprises 17
- Les exportations 18
- Les perspectives d'inflation 19

Les risques entourant les perspectives d'inflation 21

L'économie mondiale

L'expansion de l'activité mondiale reste solide, l'économie américaine se démarquant particulièrement par son dynamisme. La Banque estime que la croissance du produit intérieur brut (PIB) réel des États-Unis au premier semestre de 2018 a même dépassé les prévisions présentées dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. Dans d'autres économies avancées, après avoir connu une période d'atonie passagère au premier trimestre, la croissance devrait reprendre, mais à une cadence moindre qu'attendu en avril. Le renchérissement du pétrole devrait avoir une incidence nette légèrement négative sur la croissance mondiale, et des effets variant selon les régions. La Banque prévoit que le taux d'accroissement de l'économie mondiale avoisinera 3¾ % en 2018, avant de s'établir aux environs de 3½ % en 2019, soit un rythme comparable à celui prévu dans la projection d'avril (**tableau 1**).

L'escalade des tensions commerciales fait peser des risques considérables sur les perspectives économiques. La projection tient compte des mesures prises par les États-Unis depuis avril pour supprimer les exemptions de droits de douane sur l'acier et l'aluminium dont bénéficiaient certains de ses

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel* (en pourcentage)	Croissance projetée† (en pourcentage)			
		2017	2018	2019	2020
États-Unis	15	2,3 (2,3)	3,1 (2,7)	2,5 (2,7)	1,8 (2,0)
Zone euro	12	2,6 (2,5)	2,2 (2,3)	1,6 (1,7)	1,4 (1,5)
Japon	4	1,7 (1,7)	0,9 (1,5)	0,9 (1,0)	0,2 (0,2)
Chine	18	6,9 (6,9)	6,5 (6,6)	6,2 (6,3)	6,0 (6,1)
Pays émergents importateurs de pétrole‡	33	4,4 (4,4)	4,5 (4,5)	4,2 (4,4)	4,2 (4,2)
Autres pays§	18	1,3 (1,4)	2,0 (2,0)	2,6 (2,4)	2,7 (2,7)
Ensemble du monde	100	3,6 (3,6)	3,8 (3,8)	3,5 (3,6)	3,4 (3,4)

* La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international concernant les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2016 publiées en octobre 2017 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

† Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

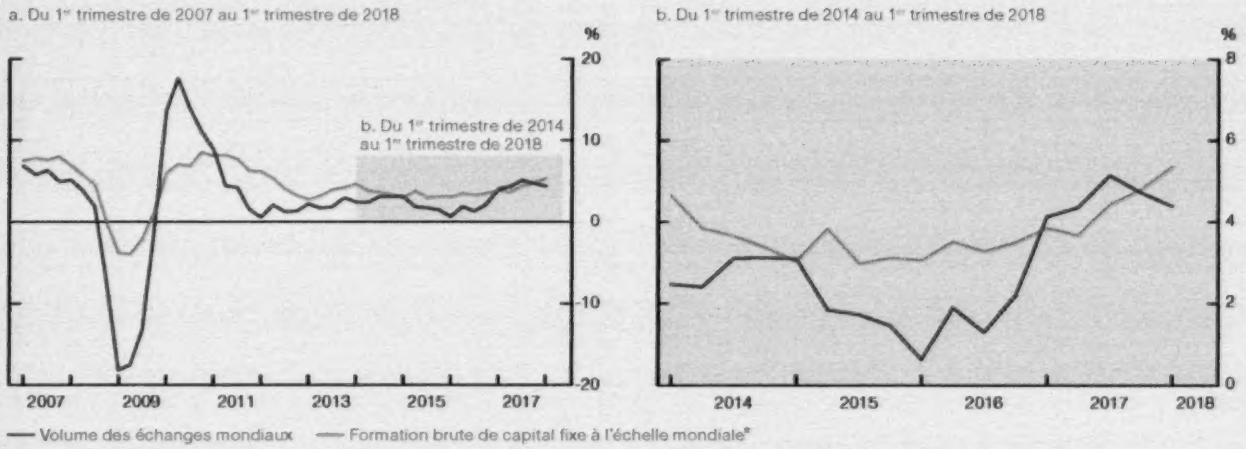
‡ Le groupe des pays émergents importateurs de pétrole n'inclut pas la Chine. Il est composé des grands pays émergents d'Asie, d'Europe, d'Amérique latine, du Moyen-Orient et d'Afrique — comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud —, des pays émergents et en développement d'Europe ainsi que des nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

§ Le groupe « Autres pays » comprend toutes les économies qui ne font pas partie des cinq premières régions. Il est composé des pays émergents exportateurs de pétrole (p. ex., Russie, Nigéria et Arabie saoudite) et des autres économies avancées (p. ex., Canada, Royaume-Uni et Australie).

Source : Banque du Canada

Graphique 1 : À l'échelle mondiale, la croissance des échanges commerciaux a ralenti, tandis que celle des investissements s'est redressée

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



* La formation brute de capital fixe à l'échelle mondiale est un agrégat calculé à partir de données provenant de 48 économies avancées et émergentes qui représentent environ 84 % du PIB mondial en parité des pouvoirs d'achat.

Sources : Bureau d'analyse des politiques économiques des Pays-Bas, Fonds monétaire international et sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics ainsi que calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2018T1

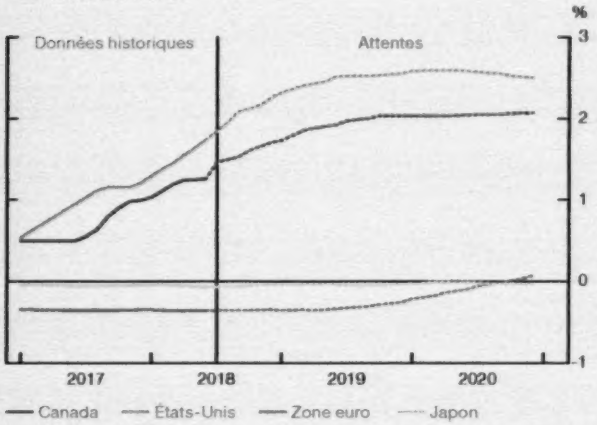
plus importants partenaires commerciaux et pour imposer à la Chine les droits déjà annoncés. Elle tient aussi compte des contre-mesures prises par la suite. Plus généralement, cette escalade des tensions a avivé les craintes d'une désaffection plus prononcée à l'égard d'un système commercial multilatéral fondé sur des règles. Ces craintes pourraient peser sur les perspectives de croissance des échanges et des investissements mondiaux (**graphique 1**). En raison de ces évolutions, le scénario de référence de la Banque intègre maintenant les mesures qui ont déjà été mises en œuvre. Il incorpore aussi l'impact négatif légèrement plus marqué que les incertitudes ont sur les investissements, tant à l'échelle du globe qu'en Amérique du Nord. Selon les hypothèses retenues, les effets des mesures et des incertitudes devraient se traduire par une baisse de 0,2 % du niveau du PIB mondial d'ici la fin de 2020.

Les conditions financières mondiales demeurent expansionnistes

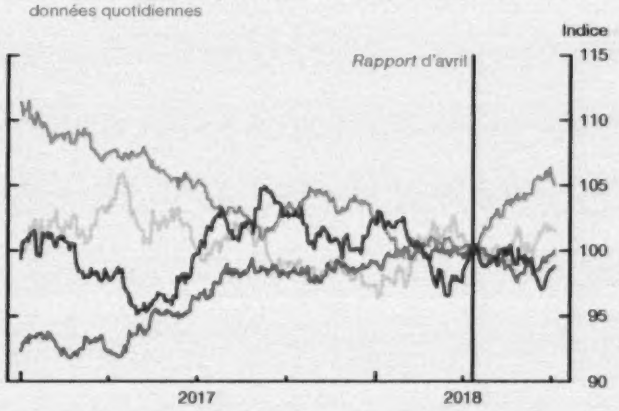
Dans certaines régions, les rendements obligataires se maintiennent à des niveaux plus élevés qu'en 2017, portés par les modifications réelles ou attendues du taux directeur. La normalisation de la politique monétaire varie selon les pays concernés, vu leurs degrés de détente monétaire et leurs rythmes d'ajustement différents. La Banque centrale européenne a annoncé la fin conditionnelle de son programme de rachat d'actifs (autrement dit d'assouplissement quantitatif) d'ici la fin de décembre 2018. L'expansion économique aux États-Unis est plus prononcée que dans les autres économies avancées et est particulièrement dynamisée par la politique budgétaire. La Réserve fédérale américaine a continué de réduire la détente monétaire en place, et les marchés anticipent maintenant un relèvement plus rapide du taux des fonds fédéraux. L'optimisme des marchés à l'égard

Graphique 2 : Les marchés financiers réagissent à la vigueur de l'économie américaine

a. Attentes des marchés relativement aux taux du financement à un jour*, données mensuelles



b. Taux de change effectifs nominaux; base 100 de l'indice : 13 avril 2018, données quotidiennes



* Les données historiques représentent la moyenne mobile sur trois mois des taux du financement à un jour en vigueur. Les attentes sont établies à partir des taux des swaps indexés sur le taux à un jour.

Sources : J.P. Morgan et sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics et de Bloomberg L.P. ainsi que calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : juin 2018 (données historiques sur les taux du financement à un jour) et 6 juillet 2018 (taux de change)

des perspectives économiques à court terme aux États-Unis a par ailleurs concouru à l'appréciation du dollar américain, ainsi qu'à des sorties d'investissements de portefeuille des pays émergents, accentuant les vulnérabilités propres à certains pays (**graphique 2**). Les cours des actions sont devenus plus sensibles à l'évolution des politiques commerciales. Dans l'ensemble, malgré les récentes tendances, les conditions financières mondiales se révèlent favorables à l'activité économique.

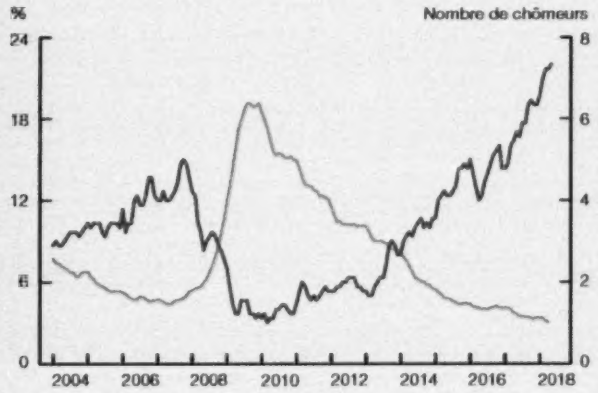
Aux États-Unis, l'expansion demeure robuste

L'économie américaine a connu un rythme d'expansion soutenu, et les données récentes témoignent d'un plus grand dynamisme qu'anticipé dans le *Rapport* d'avril. Les exportations nettes se sont révélées étonnamment robustes — sous l'effet de certains facteurs transitoires —, et les investissements des entreprises ont été plus importants que prévu. Les gains au chapitre de l'emploi se sont maintenus à un niveau élevé, en dépit d'une situation tendue sur le marché du travail, et les indicateurs de la confiance des consommateurs sont restés au beau fixe (**graphique 3**).

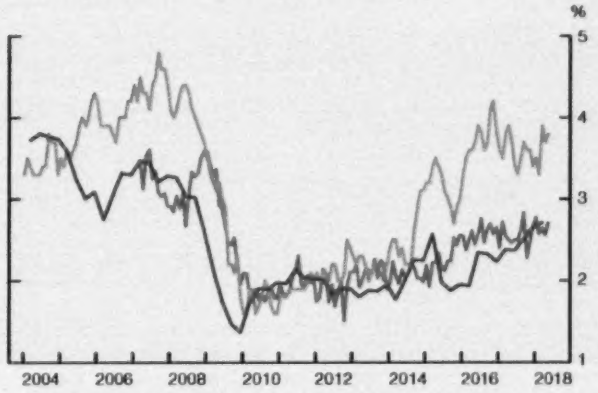
La croissance de l'économie américaine devrait atteindre 3 % en 2018 et 2½ % en 2019, soit un rythme nettement supérieur à celui de la production potentielle. Soutenue par une forte croissance de l'emploi, les baisses passées de l'impôt sur le revenu et le niveau élevé de l'avoir net des ménages, la consommation devrait augmenter à un bon rythme. Grâce à la fermeté de la demande privée et aux réductions de l'impôt des sociétés, les investissements des entreprises devraient bénéficier d'une croissance vigoureuse. À mesure que les politiques budgétaire et monétaire se feront moins expansionnistes, le taux d'accroissement du PIB devrait diminuer pour s'établir à quelque 2 % en 2020, avoisinant ainsi le rythme d'expansion de la production potentielle.

Graphique 3 : Aux États-Unis, les entreprises font état de pénuries de main-d'œuvre, et la croissance des salaires devrait continuer d'augmenter

a. Indicateurs du marché du travail américain, moyenne mobile sur trois mois, données mensuelles



b. Indicateurs de la croissance des salaires aux États-Unis, taux de variation en glissement annuel, données mensuelles et trimestrielles



Sources : Bureau des statistiques du travail des États-Unis, Fédération nationale de l'entreprise indépendante des États-Unis, Banque fédérale de réserve d'Atlanta par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : avril 2018 (chômage), 2018T1 (indice du coût de l'emploi) et mai 2018 (autres)

Les entreprises américaines commencent à faire état de l'effet modérateur qu'exerce l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur sur des perspectives d'investissement par ailleurs favorables, bien qu'aucune indication de cette évolution ne ressorte encore des données disponibles. C'est pourquoi une légère incidence négative de cette incertitude sur les investissements est maintenant prise en compte dans le scénario de référence pour l'économie américaine.

L'inflation fondamentale s'est accrue aux États-Unis après que les effets de facteurs transitoires, dont les baisses passées des prix dans le secteur des télécommunications, se sont estompés. La croissance des salaires a été modérée, mais elle devrait se raffermir compte tenu des tensions présentes sur le marché de l'emploi. Du fait de la croissance plus prononcée des salaires et de la demande excédentaire, l'inflation fondamentale devrait demeurer proche de la cible de 2 % fixée par la Réserve fédérale.

Les perspectives de croissance et d'inflation d'autres économies avancées sont plus modestes

L'activité dans la zone euro s'est contractée au début de l'année, en raison notamment de grèves et d'une certaine atonie des exportations. Les indicateurs récents présentent une image contrastée de la situation conjoncturelle, mais la robustesse des facteurs fondamentaux favorisera probablement un rebond au deuxième trimestre. Le rythme d'expansion devrait fléchir, passant de 2¼ % en 2018 à quelque 1½ % en 2019 et 2020, soit une valeur proche du taux de croissance potentielle de l'économie, à mesure que le degré de détente monétaire sera réduit. De son côté, l'inflation demeure faible et ne devrait remonter que progressivement. Les évolutions politiques

ont ravivé les préoccupations des marchés concernant la viabilité des comptes publics de pays de la zone euro, tandis que, dans le même temps, l'incertitude entourant les politiques commerciales s'accentuait.

La croissance demeure forte dans les économies émergentes, mais certains pays font face à des risques grandissants

Globalement, les perspectives de croissance des économies émergentes demeurent solides. La plupart des économies émergentes ont accru leur capacité de résistance aux tensions au cours des dernières années. Néanmoins, l'Argentine et la Turquie font toutes deux face à de graves tensions financières depuis avril. Ces évolutions semblent tenir à des niveaux de dette élevés et à la fragilité de leurs cadres de politique monétaire. La croissance de l'activité dans les pays émergents importateurs de pétrole devrait avoisiner 4 ¼ % pendant la période de projection. Et dans les pays exportateurs, elle devrait s'accélérer, à la faveur du renchérissement du pétrole.

La croissance du PIB de la Chine au premier trimestre a été plus lente que prévu en avril, du fait surtout d'une poussée momentanée de l'expansion des importations, qui s'explique en partie par l'accumulation de stocks. Bien que les importations soient restées soutenues, de récents indicateurs laissent entrevoir une solide reprise de la croissance du PIB. Les autorités ont assoupli leur politique monétaire pour contribuer à compenser les risques à la baisse associés à une décélération de la croissance du crédit ainsi qu'à une évolution des politiques commerciales qui pourrait peser sur la confiance des investisseurs. On s'attend encore à ce que le rythme d'expansion de l'économie diminue, pour passer d'à peu près 6 ½ % en 2018 à quelque 6 % en 2020, dans le cadre de la transition amorcée vers une trajectoire de croissance plus soutenable.

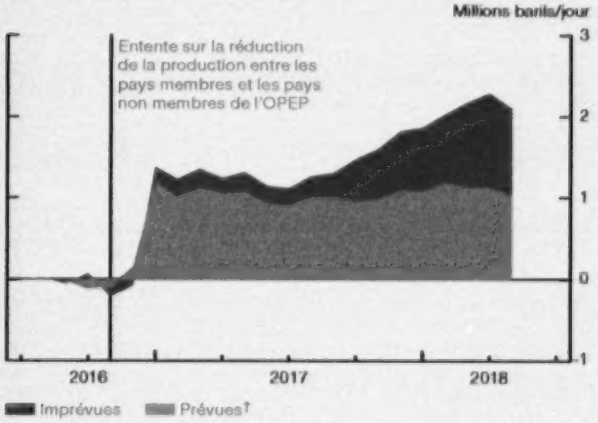
Le pétrole a renchéri, porté par les inquiétudes du côté de l'offre

Les cours du pétrole brut ont atteint des niveaux supérieurs d'environ 15 % en moyenne aux prévisions établies en avril. Attribuable en partie à des baisses imprévues de la production au Venezuela et aux sanctions visant les exportations iraniennes, cette poussée des prix est survenue alors que la croissance de la demande est solide et que les stocks excédentaires diminuent (**graphique 4**). Les activités de forage de pétrole de schiste aux États-Unis ont également moins augmenté qu'anticipé, en raison d'une hausse des coûts et de la congestion des pipelines.

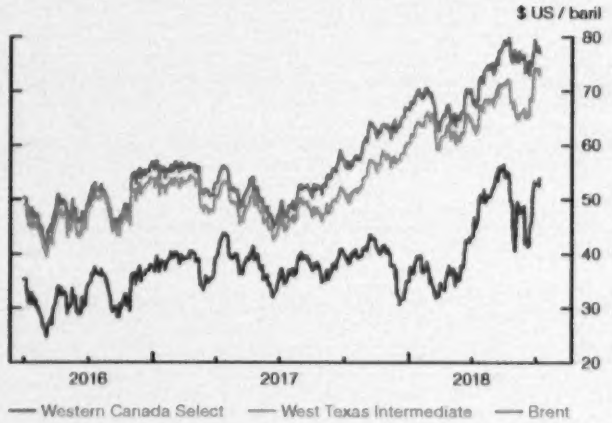
Les risques associés aux niveaux actuels des cours mondiaux du pétrole sont relativement équilibrés. Il existe un risque important à la hausse lié à d'éventuelles perturbations de l'offre en provenance d'Iran et du Venezuela. La production des membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) pourrait par contre augmenter plus vite que prévu, une fois que la précédente entente de réduction de la production aura expiré. La possibilité que la productivité des puits de pétrole de schiste américains soit plus forte qu'escompté représente un autre risque d'évolution à la baisse des prix. En raison de facteurs temporaires, l'écart entre les cours du West Texas Intermediate (WTI) et du Western Canada Select (WCS) a récemment diminué, tout comme celui entre le Brent et le WTI. On s'attend néanmoins

Graphique 4 : Les mesures prises par l'OPEP et les perturbations de l'approvisionnement soutiennent la hausse des prix du pétrole

a. Réductions de la production de pétrole brut des pays membres de l'OPEP* depuis juillet 2016, données mensuelles



b. Prix du pétrole brut, données quotidiennes



* OPEP est l'acronyme de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole. La Libye et le Nigéria sont exclus des données, car ces pays ne sont pas parties à l'entente sur la réduction de la production conclue en novembre 2016.

† Les réductions prévues concordent avec l'entente sur la réduction de la production conclue entre les pays membres et les pays non membres de l'OPEP.

Sources : Agence internationale de l'énergie, places boursières par l'intermédiaire de Haver Analytics et de Bloomberg L.P. ainsi que calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : mai 2018 (production de pétrole brut) et 6 juillet 2018 (prix du pétrole brut)

à ce que ces écarts se creusent à nouveau, compte tenu de la congestion des infrastructures de transport. Par convention, la Banque suppose que les cours du pétrole demeureront à leurs niveaux moyens récents pendant toute la période de projection (**encadré 1**, page 11).

L'indice des prix des produits de base non énergétiques établi par la Banque n'a presque pas varié depuis avril. En dépit des droits de douane imposés par les États-Unis l'an dernier, les prix qu'obtiennent les producteurs de bois d'œuvre canadiens restent élevés, notamment grâce à la vigueur de la construction résidentielle américaine. Les prix des métaux communs ont récemment fléchi, sous l'effet de la montée des tensions commerciales à l'échelle mondiale et des préoccupations des marchés au sujet des risques pesant sur la croissance du PIB de la Chine.

À l'instar du Canada, bon nombre de pays exportateurs de matières premières ont vu leur monnaie se déprécier récemment, malgré le renchérissement du pétrole. La hausse du taux de change habituellement associée à l'amélioration des termes de l'échange y a été plus que contrebalancée par l'incidence combinée de l'appréciation généralisée du dollar américain et de la montée des tensions commerciales. Ces pays dépendant dans une très large mesure de l'ouverture des marchés et de la croissance de l'économie mondiale, l'évolution des échanges commerciaux est très importante pour eux. Dans ce contexte, le dollar canadien devrait demeurer près du niveau moyen observé récemment, soit 76 cents américains, comparativement aux 78 cents américains postulés en avril.

L'économie canadienne

L'économie canadienne continue de fonctionner près des limites de sa capacité, et le PIB devrait croître un peu plus rapidement que la production potentielle. La composition de la croissance se modifie : la contribution des dépenses des ménages devrait être plus petite qu'en 2017, et celle des exportations et des investissements des entreprises, plus grande.

Dans la projection de la Banque, l'activité économique sera soutenue par le dynamisme persistant de la demande étrangère et par les conditions financières expansionnistes. Bien qu'appelés à s'accroître, les investissements et les échanges sont freinés par les droits de douane qu'ont récemment imposés les États-Unis sur les importations d'acier et d'aluminium canadiens, de même que par l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur. Depuis avril, l'incertitude s'est accentuée en raison du retard qu'accusent les renégociations de l'Accord de libre-échange nord-américain ainsi que de l'élargissement et de la durée d'application inconnue des droits de douane.

Le PIB réel devrait progresser de 2,0 % en moyenne de 2018 à 2020, soit un rythme comparable à celui avancé dans le *Rapport* d'avril (**tableau 2**). Les investissements des entreprises et les exportations ont été plus vigoureux que prévu au premier trimestre de 2018. Malgré les effets accrus de l'incertitude

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
Points de pourcentage*†

	2017	2018	2019	2020
Consommation	1,9 (2,0)	1,3 (1,5)	1,3 (1,2)	1,2 (1,0)
Logement	0,2 (0,2)	0,1 (0,0)	0,0 (0,0)	-0,1 (-0,1)
Administrations publiques	0,6 (0,6)	0,7 (0,6)	0,3 (0,3)	0,4 (0,4)
Investissements en capital fixe des entreprises	0,3 (0,3)	0,7 (0,4)	0,2 (0,3)	0,2 (0,3)
Total partiel : demande intérieure finale	3,1 (3,1)	2,8 (2,5)	1,8 (1,8)	1,7 (1,6)
Exportations	0,3 (0,3)	0,5 (0,0)	0,8 (0,9)	0,8 (0,8)
Importations	-1,2 (-1,2)	-1,2 (-0,5)	-0,4 (-0,4)	-0,6 (-0,6)
Total partiel : exportations nettes	-0,9 (-0,9)	-0,7 (-0,5)	0,4 (0,5)	0,2 (0,2)
Stocks	0,8 (0,8)	-0,1 (0,0)	0,0 (-0,2)	0,0 (0,0)
PIB	3,0 (3,0)	2,0 (2,0)	2,2 (2,1)	1,9 (1,8)
Pour mémoire (taux de variation)				
Fourchette de la production potentielle	1,4-2,0 (1,4-2,0)	1,5-2,1 (1,5-2,1)	1,4-2,2 (1,4-2,2)	1,3-2,3 (1,3-2,3)
Revenu intérieur brut réel	4,0 (3,9)	2,6 (2,5)	2,3 (1,9)	2,0 (1,8)
Inflation mesurée par l'IPC	1,6 (1,6)	2,4 (2,3)	2,2 (2,1)	2,1 (2,1)

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

† Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

associée aux politiques de commerce extérieur et des droits de douane, les niveaux élevés des dépenses sont appelés à persister durant la période de projection, sous l'incidence notamment de la hausse des prix du pétrole.

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est maintenue autour de 2,2 % récemment. Elle devrait atteindre 2,5 % aux troisième et quatrième trimestres, avant de redescendre aux environs de 2 % au second semestre de 2019, à mesure que les effets des facteurs temporaires s'estomperont. Compte tenu de l'importance de ces facteurs, il est utile d'examiner les mesures de l'inflation fondamentale utilisées par la Banque. Ces mesures continuent d'avoisiner 2 %, ce qui cadre avec le fait que l'économie tourne près des limites de sa capacité.

La composition de la croissance du PIB se modifie

À court terme, la Banque s'attend à ce que l'économie progresse un peu plus rapidement que la production potentielle. Comme prévu, la croissance a affiché un taux modeste de 1,3 % au premier trimestre, et devrait s'établir aux alentours de 2 % en moyenne aux deuxième et troisième trimestres (**tableau 3** et **graphique 5**).

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne
Taux de variation en glissement annuel*

	2017	2018			2017	2018	2019	2020
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC	1,8 (1,8)	2,1 (2,1)	2,2 (2,3)	2,5	1,8 (1,8)	2,5 (2,4)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)
PIB réel	3,0 (2,9)	2,3 (2,2)	1,9 (1,8)	1,8	3,0 (2,9)	2,0 (2,1)	2,2 (2,0)	1,8 (1,7)
Taux de variation en glissement trimestriel (chiffres annualisés)†	1,7 (1,7)	1,3 (1,3)	2,8 (2,5)	1,5				

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*. Les principaux éléments du scénario de référence sont présentés à l'**encadré 1** de la présente livraison.

† Le deuxième et le troisième trimestre de 2018 sont les seuls trimestres de la période de projection pour lesquels des données sur la croissance du PIB réel étaient disponibles au moment d'effectuer la projection. C'est pour cette raison que le taux de variation en glissement trimestriel n'est pas présenté au-delà de cette période. Les taux de variation en glissement annuel au quatrième trimestre visent à fournir une perspective à plus long terme.

La composition de la croissance a commencé à se déplacer des dépenses des ménages vers les investissements des entreprises et les exportations. Ce déplacement survient alors que les ménages s'ajustent aux taux d'intérêt plus élevés et au resserrement des règles hypothécaires (la ligne directrice B-20)[1]. Le taux d'expansion du crédit aux ménages a continué de diminuer et se situe maintenant en deçà de celui du revenu des ménages; en conséquence, le ratio de la dette au revenu disponible des ménages s'inscrit en légère baisse (**graphique 6**). La croissance de la consommation décélère depuis la mi-2017, tirée par une réduction des dépenses liées aux composantes sensibles aux taux d'intérêt[2]. Bien que la ligne directrice B-20 améliore la qualité de crédit des nouveaux prêts hypothécaires[3], son annonce et son adoption

1 La version révisée de la ligne directrice B-20, annoncée par le Bureau du surintendant des institutions financières en octobre 2017, a pris effet le 1er janvier 2018. Les changements visent à renforcer les pratiques de souscription des prêts hypothécaires résidentiels.

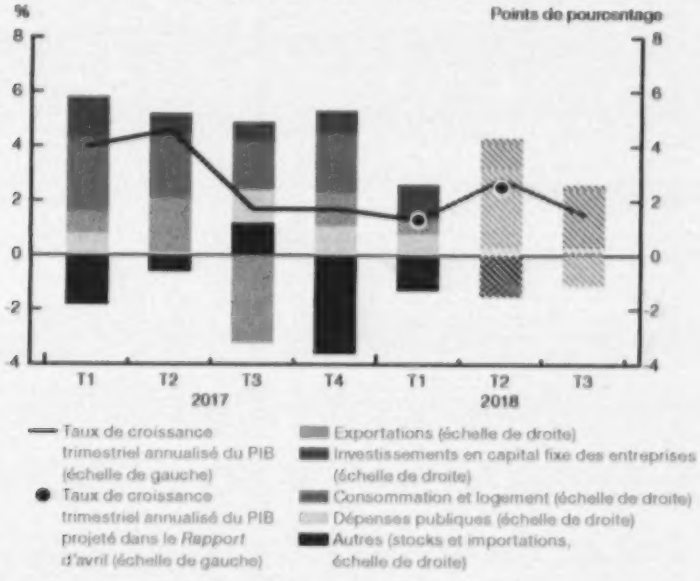
2 Les composantes sensibles aux taux d'intérêt sont les suivantes : achats de véhicules, autres services de transport, communications, meubles, services de restauration et d'hébergement, et entretien des logements. Les composantes modérément sensibles aux taux d'intérêt sont les suivantes : dépenses d'utilisation des véhicules, loisirs et culture, articles d'habillement et chaussures, assurance et services financiers, enseignement, et coût d'usage des logements.

3 Voir la livraison de juin 2018 de la *Revue du système financier*.

ont provoqué un devancement des activités de revente de logements au quatrième trimestre de 2017. Ces activités ont ensuite fortement chuté durant les premiers mois de 2018, ce qui a vraisemblablement entraîné une contraction de l'investissement résidentiel au premier semestre de cette même année. On s'attend à une remontée partielle des reventes au troisième trimestre.

Graphique 5 : La croissance devrait s'établir aux alentours de 2 % en moyenne aux deuxième et troisième trimestres de 2018

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles

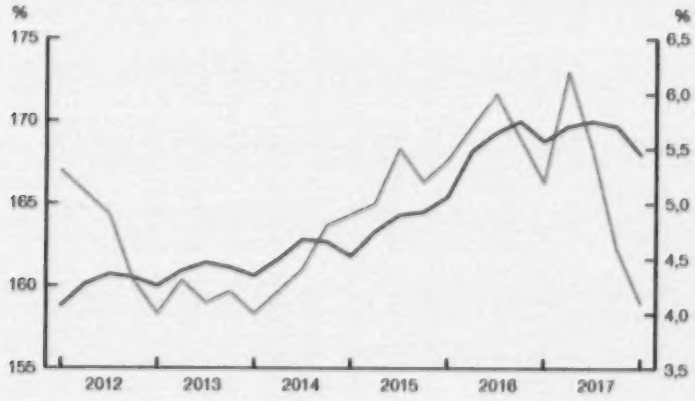


Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2018T3

Graphique 6 : Le ratio de la dette au revenu disponible des ménages s'inscrit en légère baisse, pendant que la croissance du crédit aux ménages continue de ralentir

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2018T1

Parallèlement, les entreprises accroissent leur capacité de production face à la fermeté de la demande. La Banque estime que les investissements des entreprises et les exportations ont été plus vigoureux au premier semestre de 2018 qu'elle ne l'entrevoyait dans le *Rapport* d'avril. Les dépenses en matériel informatique, en logiciels et en recherche-développement se sont montrées particulièrement robustes. Comme le dynamisme qu'elle a affiché aux deux premiers trimestres tenait principalement à une remontée plus rapide que prévu des exportations de pétrole après les fermetures provisoires d'oléoducs survenues à la fin de 2017, la croissance des exportations devrait ralentir au troisième trimestre.

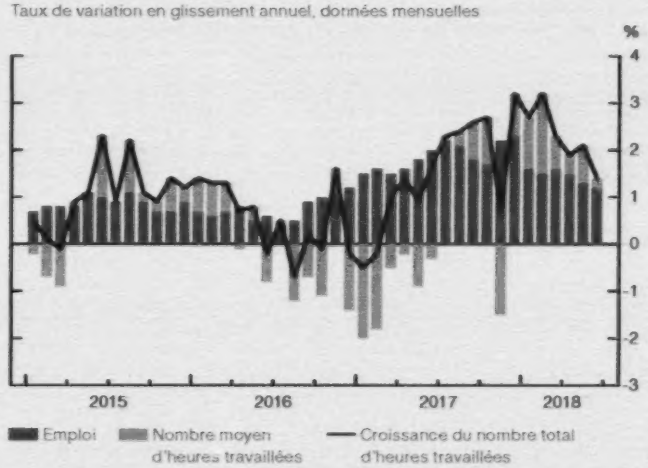
L'économie continue à tourner près de son potentiel, et l'inflation avoisine 2 %

La Banque juge que l'écart de production au deuxième trimestre de 2018 se situait entre -0,5 et 0,5 % (**encadré 1**). Depuis avril, elle a revu légèrement à la hausse ses estimations de la production potentielle pour tenir compte du niveau des investissements plus élevé du premier trimestre de 2018 jusqu'à la fin de la période de projection. Les investissements pourraient croître plus rapidement qu'escompté dans le scénario de référence, ce qui augmenterait davantage la production potentielle.

Les conditions sur le marché du travail demeurent saines, mais la croissance de l'emploi et du nombre moyen d'heures travaillées a ralenti par rapport au rythme soutenu enregistré l'an dernier (**graphique 7**). De même, après avoir diminué de façon notable en 2017, le taux de chômage est resté plutôt stable depuis le début de l'année, se situant près de son niveau le plus faible en 40 ans. Les entreprises déclarent que les pressions sur la capacité de production et les pénuries de main-d'œuvre se sont intensifiées, comme le révèlent les résultats parus dans l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* publiée cet été (**graphique 8**). Il subsiste néanmoins des zones affichant une marge de ressources inutilisées, notamment dans les

Graphique 7 : **La croissance du facteur travail est solide, mais elle a ralenti depuis l'an dernier**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : juin 2018

Encadré 1

Principaux éléments du scénario de référence

La projection de la Banque repose toujours sur plusieurs hypothèses centrales dont la modification aura des répercussions sur les perspectives entourant les économies mondiale et canadienne. L'institution examine périodiquement ces hypothèses et évalue la sensibilité de la projection à celles-ci. Elle s'appuie actuellement sur les hypothèses suivantes :

- Il est supposé que les cours du pétrole se maintiendront près de leurs niveaux moyens récents. Dernièrement, les cours moyens du Brent, du West Texas Intermediate (WTI) et du Western Canada Select (WCS) se sont respectivement établis à près de 75, 70 et 50 $ US le baril, soit à environ 10 $ de plus que le niveau postulé dans le *Rapport* d'avril.
- Par convention, la Banque ne cherche pas à prévoir le taux de change dans le scénario de référence. Elle prend pour hypothèse que le dollar canadien demeurera, durant la période de projection, près du niveau moyen observé récemment, soit 76 cents US, comparativement aux 78 cents US postulés en avril.
- La Banque estime que l'écart de production se situait dans une fourchette de -0,5 à 0,5 % au deuxième trimestre de 2018, alors qu'en avril, elle postulait un écart de production de l'ordre de -0,75 à 0,25 % au premier trimestre de 2018[1]. La variation de la fourchette tient au fait que la croissance aurait dépassé le rythme de progression de la production potentielle au deuxième trimestre.
- Au premier trimestre de 2018, les investissements des entreprises ont été plus soutenus que prévu, et cette vigueur devrait persister durant la période de projection, sous l'effet notamment des prix plus élevés du pétrole. La Banque estime donc maintenant que le taux de croissance annuel de la production potentielle s'établira à 1,8 % en 2018, et à 1,9 % en 2019 comme en 2020. Ce profil est plus favorable qu'elle ne le prévoyait en avril, mais il demeure à l'intérieur de sa fourchette d'estimations (**tableau 2**). Des précisions sur l'évaluation de la production potentielle sont données dans l'annexe de la livraison d'avril 2018.
- Le taux directeur nominal neutre est défini comme le taux d'intérêt réel compatible avec un niveau de production qui se maintient durablement au niveau potentiel et un taux d'inflation qui demeure égal à la cible, auquel on ajoute 2 % pour tenir compte de la cible d'inflation. Il s'agit d'un concept d'équilibre valable à moyen et à long terme. La Banque estime qu'au Canada, le taux neutre s'inscrit dans une fourchette de 2,5 à 3,5 %[2]. La projection économique est basée sur le point milieu de cette fourchette, comme dans le *Rapport* d'avril.
- L'incertitude quant aux politiques de commerce extérieur s'est encore accentuée depuis le mois d'avril. C'est pourquoi le jugement négatif qui vise à tenir compte de cette incertitude a donné lieu à une baisse du niveau des investissements des entreprises et des exportations supérieure à ce que la Banque supposait dans la livraison d'avril (**tableau 1-A**).

Tableau 1-A : Incidence des principales hypothèses sur le niveau des investissements des entreprises et des exportations
En pourcentage*

		2017T4	2020T4
Investissements des entreprises	Réforme fiscale aux États-Unis	0,0	-0,9 (-0,9)
	Incertitude entourant la politique de commerce extérieur des États-Unis	-0,8	-2,5 (-2,1)
Exportations	Réforme fiscale aux États-Unis	0,0	-0,4 (-0,4)
	Incertitude entourant la politique de commerce extérieur des États-Unis	-0,2	-1,2 (-1,0)

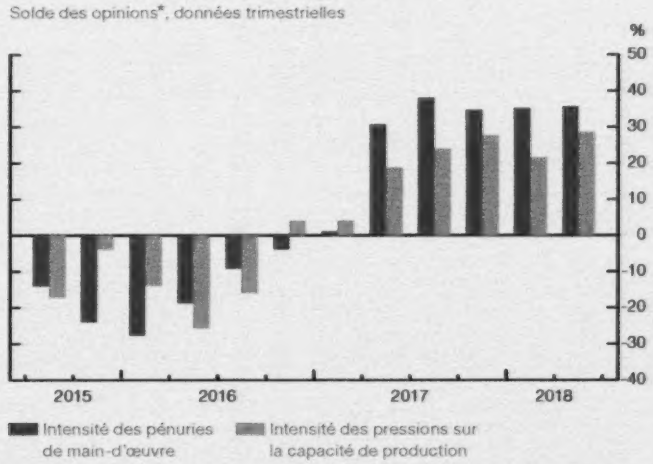
* Les chiffres entre parenthèses pour le quatrième trimestre de 2020 sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport*.

1 L'hypothèse pour le premier trimestre de 2018 est identique à celle avancée en avril. Les niveaux du PIB et de la production potentielle au quatrième trimestre de 2017 ont depuis fait l'objet de légères révisions à la hausse du même ordre, et le PIB réel s'est accru comme prévu au premier trimestre.

2 Pour en savoir plus, voir X. S. Chen et J. Dorich (2018), *The Neutral Rate in Canada: 2018 Estimates*, note analytique du personnel n° 2018-22, Banque du Canada. L'estimation du taux neutre présentée dans le *Rapport* d'avril repose sur l'analyse effectuée dans cette note.

Graphique 8 : Les pressions sur la capacité de production et les pénuries de main-d'œuvre se sont intensifiées

Solde des opinions*, données trimestrielles



* D'après les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises, pourcentage des entreprises qui font état de pressions sur la capacité de production (ou de pénuries de main-d'œuvre) plus intenses qu'il y a douze mois diminué du pourcentage de celles qui signalent des pressions (ou des pénuries) moins intenses

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 2018T2

régions productrices d'énergie. La récente hausse du taux d'activité indique que plus de personnes pourraient vouloir intégrer le marché du travail. En outre, le taux de chômage à long terme demeure relativement élevé et le taux d'activité des jeunes reste atone. Dans ce contexte, la croissance sous-jacente des salaires se maintient près de 2,3 %, ce qui indique des pressions salariales moins fortes que ce à quoi l'on s'attendrait sur un marché du travail exempt de ressources inutilisées[4, 5].

Les mesures de l'inflation fondamentale continuent d'avoisiner 2 %, ce qui cadre avec une économie tournant près de son potentiel (**graphique 9**). L'inflation mesurée par l'IPC se situe légèrement au-dessus de 2 %, sous l'effet surtout des pressions à la hausse temporaires exercées par les majorations des prix de l'essence et des prix des services touchés par les récentes augmentations du salaire minimum[6].

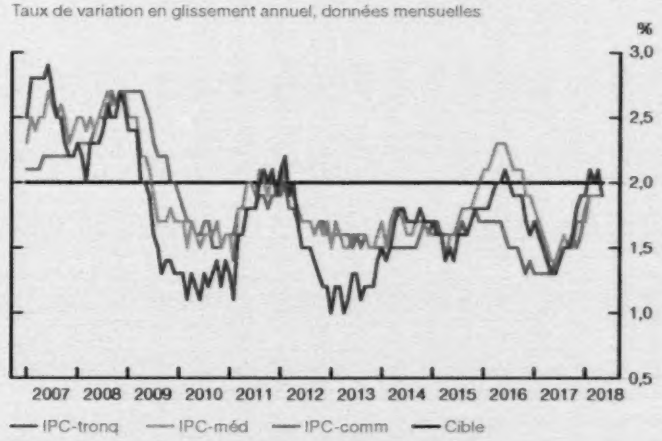
4 Les mesures de la croissance des salaires ont divergé dernièrement. La mesure des salaires tirée de l'Enquête sur la population active a progressé à une cadence relativement soutenue, soit 3,6 %, entre juin 2017 et juin 2018. Selon les chiffres publiés récemment, les autres mesures des salaires — provenant de l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail, des comptes nationaux et des comptes de la productivité — ont crû à un rythme plus lent, à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 1,9 et 2,1 %.

5 La Banque a élaboré une mesure des salaires qui rend mieux compte des pressions salariales sous-jacentes et qui reflète la tendance commune aux divers indicateurs de la rémunération du travail. Pour plus de précisions sur cette mesure, appelée « salaires-comm », voir D. Brouillette, J. Lachaine et B. Vincent (2018), *Wages: Measurement and Key Drivers*, note analytique du personnel n° 2018-2, Banque du Canada.

6 Les prix de certains services, tels que la restauration, les services de garde d'enfants et d'entretien ménager et les soins personnels, se sont fortement accrus en Ontario depuis le début de l'année.

Graphique 9 : Les mesures de l'inflation fondamentale continuent d'avoisiner 2 %

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada — Dernière observation : mai 2018

La croissance du PIB devrait s'établir à 2 % en moyenne, mais les perspectives sont brouillées par les enjeux commerciaux

La Banque s'attend à ce que le PIB augmente un peu plus rapidement que la production potentielle durant la période de projection. La consommation devrait être soutenue par les gains appréciables affichés par le revenu intérieur brut réel. La contribution à la croissance apportée conjointement par les exportations et les investissements restera supérieure à celle des dernières années, même compte tenu des effets modérateurs des droits de douane imposés par les États-Unis et des contre-mesures prises par le Canada (**encadré 2**). La Banque prévoit que la croissance des dépenses publiques ralentira en 2019 et en 2020 comparativement aux deux années précédentes, à mesure que se dissipera l'incidence des dispositifs de relance budgétaire contenus dans le budget fédéral de 2016[7].

Comme dans les livraisons récentes du *Rapport*, le scénario de référence de la Banque tient compte des répercussions de l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur (**encadré 1**) et de l'incidence des droits de douane en vigueur (**tableau 4**). Il s'agit notamment des droits de douane

Tableau 4 : Droits de douane récemment imposés par les États-Unis

Biens soumis aux nouvelles politiques commerciales des États-Unis	Droits de douane (en pourcentage)	Dates d'entrée en vigueur	Valeur nominale des exportations totales en 2017 (milliards $ CA)	Part des exportations canadiennes totales (en pourcentage)
Papier journal et papier de pâte mécanique non couché*	28,7	9 janvier 2018 et 13 mars 2018	2,2	0,3
Bois d'œuvre résineux†	20,2	24 avril 2017 et 26 juin 2017	8,6	1,3
Produits d'acier	25,0	1er juin 2018	7,2	1,1
Produits d'aluminium	10,0	1er juin 2018	9,4	1,4

* Les droits de douane affichés correspondent à la somme des droits antidumping et des droits compensateurs préliminaires moyens annoncés respectivement les 9 janvier et 13 mars 2018 par le département du Commerce des États-Unis.

† Si les droits de douane définitifs sur le bois d'œuvre résineux sont entrés en vigueur en janvier 2018, les droits de douane préliminaires ont quant à eux pris effet les 24 avril et 26 juin 2017. Les droits de douane affichés pour le bois d'œuvre résineux correspondent à la somme des droits antidumping et des droits compensateurs moyens annoncés par le département du Commerce des États-Unis.

7 Par convention, seuls les budgets fédéral et provinciaux annoncés sont pris en compte dans la projection des dépenses publiques. Le nouveau gouvernement de l'Ontario n'ayant pas présenté de budget, l'hypothèse pour ce qui est des dépenses de cette province est la même que celle utilisée dans le *Rapport* d'avril.

Encadré 2

Retombées économiques des récents droits de douane sur l'acier et l'aluminium

Le 31 mai, l'administration américaine a annoncé la fin du régime d'exemption en vigueur pour l'acier et l'aluminium importés du Canada. Le 1er juin, elle a commencé à imposer des droits de douane de 25 % et de 10 % sur ces importations. La valeur des exportations aujourd'hui soumises à des droits de douane s'élevait à 16,6 milliards de dollars en 2017, soit quelque 2,5 % de la valeur totale des exportations canadiennes. À elles deux, les industries de l'acier et de l'aluminium primaires représentent autour de 0,5 % du PIB du Canada et fournissent environ 35 000 emplois directs.

En réaction, le gouvernement canadien a imposé des taxes douanières sur des importations en provenance des États-Unis totalisant 16,6 milliards de dollars, lesquelles sont essentiellement constituées de produits de l'aluminium, du fer et de l'acier, mais aussi de produits de consommation[1]. Ces mesures sont entrées en vigueur le 1er juillet. Le gouvernement fédéral a également annoncé qu'il réserverait une enveloppe de 2 milliards de dollars pour soutenir les entreprises et les travailleurs canadiens des secteurs de l'acier, de l'aluminium et de la fabrication.

Retombées des droits de douane imposés par l'administration américaine

La Banque estime que les droits de douane imposés par les États-Unis sur l'acier et l'aluminium feront baisser le niveau des exportations du Canada de 3,6 milliards de dollars en termes réels, soit d'environ 0,6 % (**tableau 2-A**). Ces droits pèseront le plus sur la croissance des exportations au second semestre de 2018. Néanmoins, à en juger par les discussions menées auprès des représentants des secteurs concernés, les conséquences de ces taxes pourraient prendre plus de temps à se matérialiser.

L'ampleur des incidences et le moment où elles surviendront vont dépendre de plusieurs facteurs, dont la capacité des exportateurs canadiens à absorber le coût de ces taxes ou à les transmettre à leurs clients de l'autre côté de la frontière. La faculté tant des exportateurs canadiens que des importateurs américains à se trouver de nouveaux partenaires commerciaux en est un autre. Les retombées concerneront les entreprises directement touchées par les droits de douane aussi bien que les membres de leur chaîne d'approvisionnement. La Banque s'attend aussi à des effets négatifs sur les projets d'investissement des entreprises et les revenus des travailleurs canadiens. Des mesures de soutien du gouvernement pourraient atténuer une partie de ces difficultés.

Tableau 2-A : Les droits de douane récemment annoncés auront une incidence négative sur le commerce extérieur

Incidence directe des droits de douane imposés par les États-Unis et le Canada sur les niveaux des exportations et importations suivantes, en pourcentage :	2018T4
Exportations canadiennes (droits de douane imposés par les États-Unis sur l'acier)	-0,4
Exportations canadiennes (droits de douane imposés par les États-Unis sur l'aluminium)	-0,2
Importations canadiennes (droits de douane imposés par le Canada)	-0,6

Incidences des contre-mesures du Canada

Selon les estimations, les droits de douane adoptés par le Canada feront diminuer les importations de 3,9 milliards de dollars en termes réels, à partir du troisième trimestre de 2018 : c'est l'équivalent d'une baisse de 0,6 %. Ces taxes douanières auront sans doute des répercussions complexes sur d'autres secteurs de l'économie canadienne, ne serait-ce qu'en raison d'une hausse de coûts pour les entreprises consommatrices d'acier, de fer et d'aluminium et pour celles qui consomment des produits fabriqués avec ces métaux.

Ces droits de douane devraient exercer une pression haussière sur les prix à la consommation, phénomène qui se traduirait par un accroissement provisoire (jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2019) de 0,1 point de pourcentage de l'inflation mesurée par l'IPC[2]. Il s'ensuivrait une baisse du pouvoir d'achat des consommateurs qui briderait les dépenses des ménages. De telles retombées directes sur les prix pourraient toutefois être atténuées. Ce serait en particulier le cas si les importateurs canadiens trouvaient des fournisseurs hors du territoire américain.

La Banque estime que l'incertitude et les mesures commerciales déjà imposées par les États-Unis retrancheront à peu près ⅔ de point de pourcentage au PIB d'ici la fin de 2020. L'institution continuera de surveiller attentivement les répercussions des droits de douane imposés par les États-Unis et des contre-mesures du gouvernement canadien, tout spécialement devant la forte incertitude quant à l'ampleur de ces effets et au moment de leur apparition.

1 La liste complète des contre-mesures adoptées par le gouvernement canadien est fournie dans le site Web du ministère des Finances : voir le communiqué intitulé *Contre-mesures en réponse aux tarifs injustifiés appliqués sur l'acier et l'aluminium provenant du Canada*.

2 Les produits de consommation visés par les contre-mesures représentent environ 1 % des biens et services compris dans le panier de l'IPC. La plupart d'entre eux se classent en trois catégories : dépenses courantes, ameublement et équipement du ménage; loisirs, formation et lecture; aliments. Le pourcentage est obtenu en se fondant sur la somme pondérée de la part estimée de chacun des groupes de produits de l'IPC importés des États-Unis et assujettis à des droits de douane au Canada. Les parts sont calculées en s'appuyant sur des coefficients utilisés pour l'IPC. Les données proviennent du tableau des ressources et des emplois publié par Statistique Canada et de la Base de données sur le commerce international canadien de marchandises.

américains appliqués au bois d'œuvre résineux et au papier journal canadiens, des nouveaux droits sur les importations d'acier et d'aluminium canadiens imposés par les États-Unis, ainsi que des contre-mesures du Canada. L'incertitude liée aux politiques de commerce extérieur ainsi que les droits de douane instaurés par les États-Unis feront diminuer le niveau du PIB d'environ ⅔ % d'ici la fin de 2020. Même si cet effet modérateur est plus important qu'on l'avait envisagé en avril, son influence progressive sur le PIB projeté vient, globalement, contrebalancer les retombées positives des prix plus élevés du pétrole.

Les dépenses des ménages devraient s'accroître modérément

La Banque s'attend à ce que les dépenses de consommation jouent un rôle moins important dans la croissance du PIB qu'en 2017. L'apport de l'investissement résidentiel devrait être faible en 2018 et diminuer par la suite. Ce repli est attribuable au resserrement des règles hypothécaires et au niveau accru des taux d'intérêt.

La sensibilité de la consommation et du logement aux taux d'intérêt devrait être plus grande que lors des cycles passés, compte tenu du haut ratio de la dette au revenu disponible des ménages. L'incidence des taux plus élevés est vraisemblablement différente selon la catégorie d'emprunteurs, les ménages très endettés étant les plus touchés (**encadré 3**).

La Banque prévoit que la progression de la consommation sera soutenue par un redressement de la croissance des salaires et par une amélioration des termes de l'échange du Canada, qui résulte de la hausse des prix du pétrole. Cependant, l'expansion des dépenses de consommation devrait être bridée par un modeste ralentissement de la croissance du nombre total d'heures travaillées et par la révision des règles hypothécaires, qui pourrait inciter certains ménages à épargner davantage afin de réussir les tests de résistance plus rigoureux mis en place pour les prêts hypothécaires.

Encadré 3

Effets de la hausse des taux d'intérêt sur les détenteurs de prêts hypothécaires

Quand les taux d'intérêt ont commencé à monter en 2017, le ratio canadien de la dette au revenu se situait à un sommet historique. Dernièrement, il a diminué légèrement mais demeure élevé. De ce fait, la consommation est vraisemblablement plus sensible aux augmentations des taux d'intérêt que par le passé, même si les effets varieront selon les catégories d'emprunteurs.

Les emprunteurs hypothécaires ont probablement profité d'augmentations du revenu nominal depuis l'obtention de leur prêt. La part de leur revenu consacrée aux versements hypothécaires aurait donc diminué au fil du temps, leur permettant éventuellement d'accroître leurs dépenses de consommation. Toutefois, des taux hypothécaires plus élevés donnent lieu d'habitude à des versements plus élevés, lesquels annuleraient les gains antérieurs au chapitre du revenu et limiteraient la capacité des ménages à dépenser.

Les détenteurs de prêts à taux variable verront leurs coûts d'emprunt augmenter parallèlement aux hausses de taux[1]. À l'heure actuelle, environ un quart de l'encours des prêts hypothécaires est à taux variable. L'effet sur les détenteurs de prêts à taux fixe, cependant, sera différé : ces derniers ne sentiront les hausses de taux qu'au moment de renouveler leur prêt.

L'incidence potentielle d'une hausse de taux sur les ménages renouvelant des prêts à taux fixe peut être

(suite à la page suivante)

1 Les contrats hypothécaires de nombreux détenteurs de prêts à taux variable fixent le montant du versement mensuel : le remboursement du capital s'ajuste alors en fonction des variations de taux. Lorsque les taux montent, les versements fixes permettraient à ces emprunteurs de maintenir leurs projets de consommation en différant le remboursement de leur dette.

Encadré 3 (*suite*)

quantifiée à l'aide de microdonnées[2] sur tous les prêts hypothécaires à taux fixe de cinq ans octroyés en 2014 et en 2015, qui seront donc renouvelés en 2019 et en 2020[3]. Aux fins d'illustration, la Banque calcule les ratios du service de la dette hypothécaire — soit les rapports entre les paiements hypothécaires annuels et le revenu annuel — selon l'hypothèse que les taux hypothécaires en 2019 et en 2020 auront respectivement augmenté de 100 et de 200 points de base. De plus, il est supposé que les revenus progressent de 11 % pour chaque période de cinq ans[4].

Le **graphique 3-A** présente les ratios du service de la dette hypothécaire à trois étapes différentes : à l'émission du prêt, au cours de la durée du prêt (cinq ans), et au moment du renouvellement[5]. Le montant des versements hypothécaires étant fixe pendant la durée du prêt, le ratio du service de la dette hypothécaire diminue dans le temps comme le revenu nominal augmente à la seconde étape. Cependant, la montée des taux d'intérêt lors du renouvellement élimine la baisse des ratios découlant des augmentations de revenu des cinq années précédentes. Les ratios du service de la dette hypothécaire pour les prêts qui devront être renouvelés en 2020 sont plus élevés qu'au moment de l'octroi du prêt, surtout dans le cas des emprunteurs fortement endettés.

Ces estimations des effets de la hausse des taux d'intérêt cadrent avec les sensibilités aux taux d'intérêt qui sont incorporées aux projections macroéconomiques du revenu disponible et de la consommation des ménages produites par la Banque.

2 Ces données ne portent que sur les prêts hypothécaires consentis par des institutions financières fédérales. Pour plus de précisions, voir O. Bilyk, A. Ueberfeldt et Y. Xu (2017), « Analyse des vulnérabilités des ménages à l'aide de données fines sur les prêts hypothécaires », *Revue du système financier*, Banque du Canada, novembre, p. 25-38.

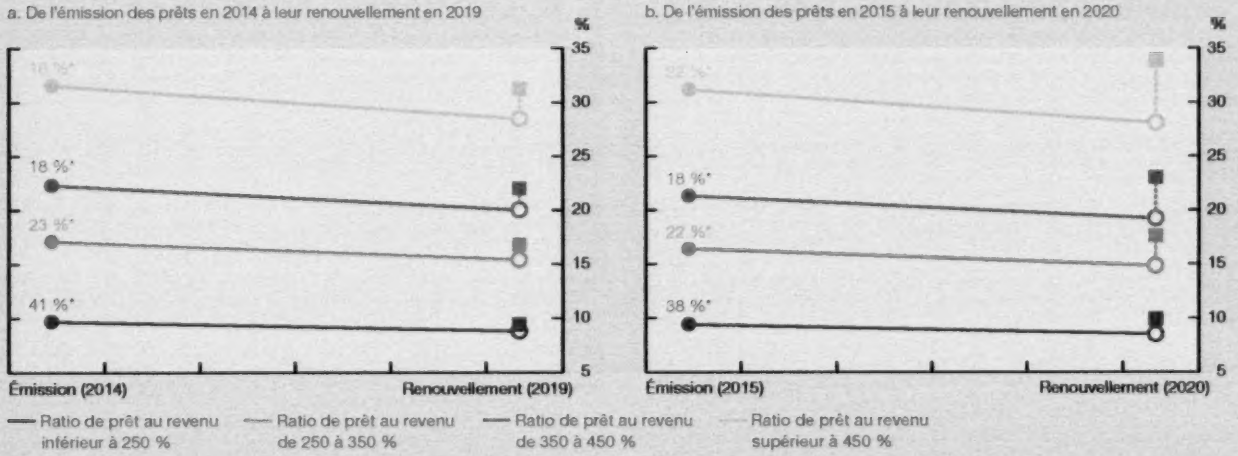
3 Ces cohortes d'emprunteurs représentent près de 10 % de l'ensemble des ménages canadiens.

4 Il s'agit du taux de croissance du revenu nominal des travailleurs au cours de la période de cinq ans terminée au quatrième trimestre de 2017.

5 Ces calculs sont fondés sur l'hypothèse que les détenteurs de prêts à taux fixe ne prolongent pas leur période d'amortissement pour atténuer la hausse du coût du service de la dette.

Graphique 3-A : Illustration de l'incidence de la hausse des taux d'intérêt sur les ratios du service de la dette hypothécaire

Versements hypothécaires annuels en pourcentage du revenu annuel des détenteurs de prêts hypothécaires à taux fixe de cinq ans, selon les niveaux d'endettement des ménages à l'émission des prêts



Nota : Les cercles pleins représentent les ratios réels du service de la dette hypothécaire à l'émission des prêts, tandis que les cercles vides correspondent aux ratios estimatifs du service de la dette hypothécaire avant le renouvellement des prêts. Les carrés indiquent les ratios estimatifs du service de la dette hypothécaire au renouvellement des prêts. Les chiffres au-dessus des cercles pleins correspondent à la proportion de détenteurs de prêts hypothécaires à taux fixe de cinq ans pour chacun des niveaux d'endettement des ménages à l'émission des prêts.

* Part des prêts hypothécaires à taux fixe de cinq ans émis

Sources : relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes et calculs de la Banque du Canada

L'investissement résidentiel ralentit, sous l'effet des hausses de taux d'intérêt et du resserrement des règles hypothécaires. L'activité de revente s'est contractée au moment où les mesures révisées sont entrées en vigueur, mais son expansion devrait reprendre au cours des prochains trimestres. Les données relatives à l'activité de revente et aux mises en chantier de logements semblent indiquer que le marché du logement commence à se stabiliser. On s'attend à ce que la croissance de l'investissement dans les

nouvelles constructions ralentisse durant la période de projection. Les nouvelles règles hypothécaires pourraient amener les ménages à opter pour des résidences moins chères, le montant qu'un acheteur type peut emprunter ayant diminué.

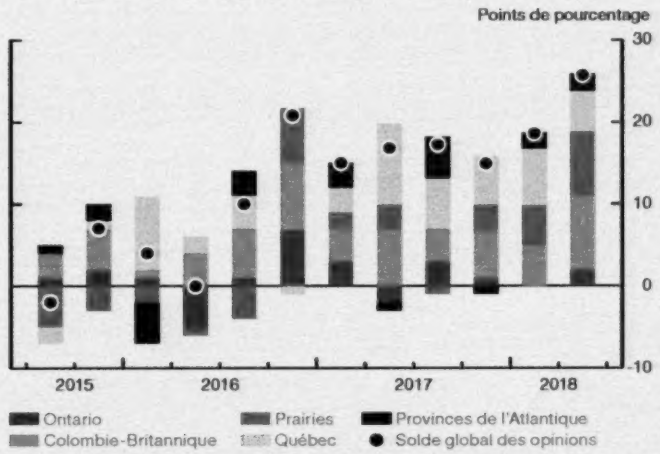
La fermeté de la demande devrait soutenir les investissements, malgré l'incertitude élevée entourant les politiques de commerce extérieur

Les investissements des entreprises devraient progresser à un rythme modeste, après la solide croissance observée depuis le début de 2017. Les entreprises de toutes les régions s'attendent à ce que les pressions sur la capacité de production s'intensifient (**graphique 10**). Les exportateurs et leurs fournisseurs canadiens devraient toutefois différer ou réduire les dépenses d'investissement en raison de l'incertitude grandissante qui entoure les politiques de commerce extérieur.

Dans de nombreux secteurs, on prévoit une hausse modérée des investissements, puisque les entreprises qui anticipent une croissance solide de la demande intérieure et étrangère ainsi que des pressions sur la capacité augmentent leurs dépenses en immobilisations. Les taux d'utilisation de la capacité se sont accrus et sont proches des sommets atteints après 2003 dans plusieurs secteurs[8].

Graphique 10 : **Les entreprises de toutes les régions s'attendent à une intensification des pressions sur la capacité de production**

Contribution au solde des opinions*, données trimestrielles



* D'après les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises, pourcentage des entreprises qui s'attendent à des pressions sur la capacité de production plus intenses au cours des douze prochains mois diminué du pourcentage de celles qui prévoient des pressions moins intenses

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 2018T2

8 Voir la livraison d'avril 2018 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Dans le secteur minier, pétrolier et gazier, les prix plus élevés devraient favoriser une hausse des investissements. La confiance s'est améliorée compte tenu de l'augmentation des prix du pétrole et des signes attestant que des progrès ont été réalisés pour accroître la capacité pipelinière. Toutefois, comme les contraintes associées au transport du pétrole de l'Ouest canadien persistent, les investissements visant à accroître la production devraient être limités à court terme.

La croissance des exportations devrait augmenter, en dépit des enjeux commerciaux et des défis sur le plan de la compétitivité

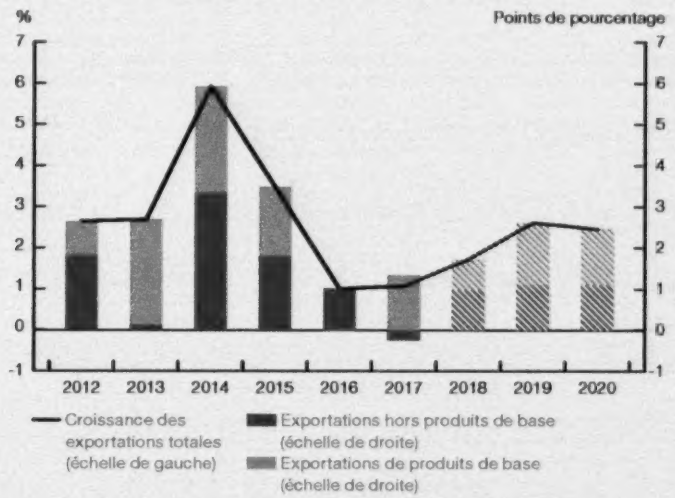
La croissance des exportations devrait augmenter durant la période de projection, grâce surtout à la forte progression de la demande étrangère et aux prix plus élevés du pétrole (**graphique 11**). Les perspectives auraient été plus favorables, n'eussent été les droits de douane récemment instaurés et l'accentuation de l'incertitude entourant les politiques commerciales à l'échelle internationale. Les perspectives de croissance varient d'un secteur à l'autre, en fonction notamment de la sévérité des contraintes de capacité subies par les entreprises.

On s'attend à ce que les droits de douane imposés par l'administration américaine sur les importations d'acier et d'aluminium provenant du Canada retranchent environ 0,6 % au niveau des exportations canadiennes, et à ce que ceux instaurés par le Canada sur certains produits américains entraînent un repli équivalent des importations canadiennes (**encadré 2**).

Grâce au dynamisme de la demande étrangère, les secteurs qui projettent d'augmenter leurs dépenses en immobilisations afin d'accroître leurs capacités ou d'innover — par exemple le secteur de la fabrication de machines et celui des services —, devraient enregistrer une hausse de leurs

Graphique 11 : La croissance des exportations devrait augmenter

Contribution à la croissance des exportations en termes réels, données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

exportations[9]. Les entreprises de certains secteurs continueront probablement de se heurter à des contraintes de capacité. Par exemple, les exportations de nombreux produits de base sont actuellement limitées par la congestion des infrastructures de transport qui découle du nombre insuffisant de wagons disponibles. Cette pénurie devrait s'estomper au cours de l'année à venir. Le secteur de la fabrication d'aliments est également aux prises avec des problèmes liés à la capacité physique, tandis que les entreprises spécialisées dans les technologies de l'information, les machines, matériel et pièces industriels et la recherche-développement déclarent de plus en plus fréquemment avoir de la difficulté à recruter des travailleurs qualifiés[10].

La Banque continue de postuler que les défis qui se posent sur le plan de la compétitivité freineront la croissance des exportations durant la période de projection. Cette hypothèse se fonde sur les pertes de compétitivité observées ces dernières années dans toutes les catégories d'exportations hors énergie[11].

La croissance des importations est appelée à ralentir au cours de la période projetée, ce qui cadre avec le fléchissement du taux d'expansion de la demande intérieure finale et l'instauration, par le gouvernement canadien, de droits de douane visant certains produits américains.

L'inflation devrait se situer temporairement au-dessus de la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'IPC devrait monter temporairement pour atteindre 2,5 % aux troisième et quatrième trimestres de 2018, avant de revenir aux alentours de 2 % (**graphique 12**). Ce dépassement prévu de la cible de 2 % est attribuable à la remontée des prix de l'essence au cours des derniers mois, aux répercussions des hausses du salaire minimum, aux droits de douane imposés récemment et à la transmission des variations du taux de change. La Banque estime que les droits de douane instaurés par le Canada sur certains produits importés des États-Unis feront augmenter provisoirement l'inflation d'environ 0,1 point de pourcentage (**encadré 2**). Une fois que les prix se seront pleinement ajustés pour tenir compte des effets de ces facteurs, les pressions à la hausse que ces derniers exercent sur l'inflation s'estomperont. On s'attend à ce que le faible renchérissement des aliments ait, jusqu'au premier semestre de 2019, des répercussions négatives sur l'inflation mesurée par l'IPC. Celle-ci devrait avoisiner 2 % de la moitié de 2019 à la fin de la période de projection.

Le scénario de référence donne le point de vue de la Banque à l'égard de l'évolution la plus probable de l'inflation. Toute projection est soumise à des incertitudes considérables. Un intervalle de confiance à 90 % autour de la projection concernant l'inflation passe de ±0,6 point de pourcentage au troisième trimestre de 2018 à ±1,5 point de pourcentage à la fin de 2020.

---

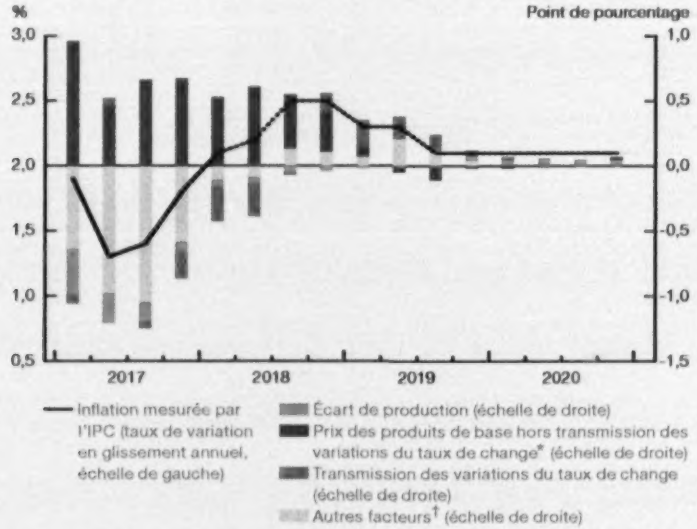
9 Les données sur les intentions en matière de dépenses en immobilisations sont tirées de l'Enquête annuelle sur les dépenses en immobilisations et réparations de Statistique Canada.

10 En outre, certains secteurs sont confrontés à des problèmes structurels, tels que des difficultés à s'approvisionner en matières premières et des défis d'ordre environnemental et réglementaire, qui limitent leurs possibilités d'exportation.

11 Pour un complément d'information, voir D. Brouillette et autres (à paraître), *What Is Restraining Canada's Non-Energy Export Growth?*, note analytique du personnel, Banque du Canada, et N. Labelle St-Pierre (à paraître), *Decomposing Canada's Market Shares: An Update*, note analytique du personnel, Banque du Canada.

Graphique 12 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait monter temporairement

Contribution à l'écart de l'inflation par rapport à la cible de 2 %, données trimestrielles



Nota : Les chiffres ayant été arrondis, la somme des éléments peut ne pas correspondre au total indiqué.

* Cette mesure tient aussi compte de l'incidence sur l'inflation de l'écart par rapport à la relation habituelle entre les prix de l'essence et les cours du brut ainsi que de la redevance sur le carbone en Alberta. L'adoption du programme de plafonnement et d'échange en Ontario a également eu un effet positif en 2017, mais son retrait récent devrait peser sur l'inflation du milieu de 2018 au second semestre de 2019.

† En 2017, les autres facteurs représentent principalement l'incidence estimative de l'inflation (inférieure à la moyenne) en ce qui concerne les prix des aliments et des rabais accordés sur les prix de l'électricité. En 2018, les autres facteurs représentent principalement l'incidence estimative, d'une part, des hausses du salaire minimum et, d'autre part, des droits de douane imposés par le Canada.

Sources : Statistique Canada et estimations, calculs et projections de la Banque du Canada

Cette projection cadre avec le maintien d'attentes d'inflation à moyen et à long terme bien ancrées. La plupart des répondants à l'enquête de cet été sur les perspectives des entreprises sont d'avis que l'inflation demeurera, au cours des deux prochaines années, à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque. La majorité des entreprises pensent que l'inflation s'établira dans la moitié supérieure de cette fourchette, ce qui est conforme à la projection de la Banque. Les compilations de Consensus Economics publiées en juin 2018 font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC de 2,3 % pour 2018 et de 2,0 % pour 2019, et les attentes d'inflation annuelle à long terme se situent en moyenne à 2,0 % jusqu'en 2028.

Les risques entourant les perspectives d'inflation

La montée du protectionnisme à l'échelle internationale demeure la plus importante source d'incertitude touchant les perspectives. Les risques connexes se sont étendus et intensifiés, bien que certains de leurs aspects se soient en partie concrétisés à la suite de l'imposition de droits de douane par l'administration américaine et de la prise de contre-mesures par d'autres pays. En ce qui concerne les accords commerciaux bilatéraux entre les États-Unis et le Canada, le scénario de référence intègre les effets des droits de douane imposés par les États-Unis sur les importations d'acier et d'aluminium du Canada et des contre-mesures canadiennes. Il tient également compte de l'incidence des droits de douane américains déjà appliqués au bois d'œuvre résineux et au papier journal canadiens, de même que des répercussions de l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur.

Il est impossible d'évaluer pleinement les conséquences possibles de l'évolution de ces politiques sans connaître avec précision les mesures qui seront effectivement prises et le moment où elles seront mises en œuvre. Les possibilités sont multiples, et les canaux par lesquels ces mesures se répercuteraient sur l'économie sont complexes.

Dans ce contexte, la Banque estime que les risques planant sur sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés. Comme dans les rapports précédents, l'analyse porte sur certains risques entourant l'évolution projetée de l'inflation qui sont jugés les plus importants parmi l'ensemble plus vaste pris en compte dans la projection. L'évolution des risques depuis avril est synthétisée dans le **tableau 5**. Le risque d'un affaiblissement des exportations et des investissements canadiens s'est accentué depuis avril.

1) Investissements et exportations plus faibles au Canada

Un élargissement des droits de douane américains pourrait faire peser un risque important sur l'activité économique au Canada. Bien que le recul des exportations et des importations demeurerait le principal canal de transmission de ces mesures, d'autres canaux de transmission pourraient être importants. Dans le cas des secteurs d'activité responsables d'une part relativement grande des exportations canadiennes et dont les chaînes d'approvisionnement transfrontalières sont fortement intégrées, comme le secteur automobile, les droits de douane auraient de lourdes conséquences sur les investissements et l'emploi. Les répercussions négatives sur la confiance des entreprises et des consommateurs pourraient avoir d'importantes

retombées défavorables sur les dépenses des ménages et les investissements des entreprises dans d'autres secteurs de l'économie. Qui plus est, une diminution de l'ensemble des investissements et la perturbation des chaînes de valeur mondiales auraient des effets néfastes sur la productivité et la croissance potentielle. Ces effets seraient atténués par une dépréciation du dollar canadien et peut-être aussi par des mesures gouvernementales destinées à soutenir les secteurs d'activité et les travailleurs touchés. L'incidence directe des droits de douane et de la transmission des variations du taux de change entraînerait immédiatement une hausse du prix de certains biens et une diminution du pouvoir d'achat des consommateurs. Dans une économie tournant déjà à pleine capacité, ces circonstances pourraient donner lieu à des demandes d'augmentation des salaires et, par conséquent, exercer des pressions haussières sur les prix. Par ailleurs, les effets sur l'offre et la demande des droits de douane sont doubles. Un affaiblissement de la demande globale pèserait sur l'inflation, mais la diminution de la production potentielle aurait l'effet inverse.

2) Resserrement marqué des conditions financières mondiales

Les conditions financières mondiales demeurent généralement expansionnistes, mais pourraient se resserrer subitement. Une nouvelle escalade des tensions commerciales, une accélération plus forte que prévu de l'accroissement des salaires et des prix ou une hausse marquée des attentes quant à l'orientation future de la politique monétaire pourraient faire augmenter tant les primes de terme que les primes de risque sur les actions. Si les primes augmentaient, la hausse des rendements obligataires pourrait amplifier les sorties de capitaux des pays émergents, ce qui aviverait les vulnérabilités propres à certains de ces pays, et les conditions financières pourraient se resserrer davantage. Ces évolutions pourraient se traduire par un recul de l'activité dans les secteurs sensibles aux mouvements des taux d'intérêt, un alourdissement du service de la dette, un affaiblissement de la croissance au Canada et à l'étranger ainsi que par une baisse des prix des produits de base.

3) Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis

Les perspectives de croissance du PIB des États-Unis en 2018 ont été révisées à la hausse, les données récentes montrant des signes d'une robustesse plus importante que prévu. Toutefois, la croissance au cours de la période de projection pourrait être plus forte si l'incertitude liée aux politiques de commerce extérieur diminuait ou si la réforme fiscale et la déréglementation réveillaient les esprits animaux. L'accroissement des investissements qui en résulterait de même que le raffermissement des dépenses des ménages auraient des implications favorables pour les investissements et les exportations au Canada.

4) Dépenses de consommation plus élevées et endettement en hausse des ménages canadiens

Bien que la consommation ait été plus faible qu'escompté au premier trimestre de 2018, le degré toujours élevé de confiance des consommateurs pourrait se traduire par une croissance encore plus forte des dépenses de consommation, et le taux d'épargne serait alors inférieur au niveau relativement élevé inclus dans les prévisions. Les vulnérabilités associées à l'endettement des ménages s'accentueraient dans l'hypothèse où les dépenses supplémentaires seraient financées par de nouveaux emprunts.

5) Recul prononcé des prix des logements sur les marchés où il y a surchauffe au Canada

Le rythme d'accroissement des prix a ralenti quelque peu et la demande de nature spéculative s'est amoindrie dans le segment des maisons individuelles, mais les prix des copropriétés ont continué d'augmenter rapidement dans certains marchés. Il subsiste donc un risque de recul prononcé des prix des logements sur les marchés où il y a surchauffe, ce qui freinerait probablement l'investissement résidentiel et la consommation.

Tableau 5 : Évolution des risques depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2018

Risque	Évolutions récentes	Facteurs à surveiller
Investissements et exportations plus faibles au Canada	• Les exportations réelles de biens ont augmenté de 1,2 % en moyenne au cours de la période de trois mois ayant pris fin en mai. • L'incertitude s'est accentuée quant à l'avenir de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA). • Les États-Unis ont aboli l'exemption de droits de douane sur l'acier et l'aluminium accordée au Canada, au Mexique et à l'Union européenne; les trois administrations ont pris des contre-mesures. • Le département du Commerce des États-Unis a entrepris une enquête de sécurité nationale sur les importations de véhicules et de pièces automobiles. • Les États-Unis ont imposé des droits de douane sur des importations chinoises totalisant 34 milliards de dollars américains et, à la suite de la prise de contre-mesures par la Chine, ont menacé d'adopter d'autres mesures de restriction des échanges.	• Les indicateurs de la demande étrangère • Les parts du marché de l'exportation • Les investissements des entreprises américaines et d'autres sources de la demande d'exportations canadiennes • L'évolution des politiques de commerce extérieur et la renégociation de l'ALENA
Resserrement marqué des conditions financières mondiales	• Le dollar américain s'est apprécié en valeur effective nominale. • Certains pays émergents ont enregistré des sorties de portefeuille. • Les primes de terme et de risque restent sous leurs niveaux historiques.	• Les taux d'intérêt à long terme à l'échelle mondiale et au Canada • Les indicateurs des primes de terme sur les obligations • L'augmentation des salaires et des prix dans les économies avancées • Les mouvements de capitaux
Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis	• Les données économiques récentes sont plus vigoureuses que prévu. • Les indicateurs de confiance restent élevés, même si certaines observations indiquent que des entreprises reportent leurs décisions d'investissement en raison de l'incertitude liée aux politiques de commerce extérieur. • La croissance de la productivité demeure modeste.	• La confiance des entreprises et des consommateurs • La création d'entreprises, les investissements et la production industrielle • Le taux d'activité et la productivité du travail
Dépenses de consommation plus élevées et endettement en hausse des ménages canadiens	• La croissance de la consommation a ralenti au premier trimestre de 2018. • Les ventes au détail sont restées à peu près stables pendant la période de trois mois qui s'est terminée en avril. • Les ventes de véhicules automobiles ont légèrement diminué, mais demeurent élevées. • Le taux d'épargne a été revu à la hausse, soit à 4,5 % au quatrième trimestre de 2017, et se situe à 4,4 % au premier trimestre de 2018. • Le ratio de la dette au revenu disponible a reculé quelque peu au premier trimestre de 2018, du fait que la croissance du crédit aux ménages a continué de ralentir. • La confiance des consommateurs a légèrement baissé au deuxième trimestre de 2018, mais est encore élevée.	• Les dépenses des ménages • Les ventes de véhicules automobiles et les ventes au détail • La confiance des consommateurs • L'endettement et les habitudes d'épargne des ménages
Recul prononcé des prix des logements sur les marchés où il y a surchauffe au Canada	• L'investissement résidentiel a chuté de façon marquée au premier trimestre de 2018. • Le nombre de mises en chantier de logements a fortement rebondi en Ontario en juin, mais a continué de reculer en Colombie-Britannique. • La croissance annuelle du prix des logements s'est modérée depuis l'an dernier, en raison surtout d'un ralentissement à Toronto, mais le prix des logements s'est redressé au cours des derniers mois dans la plupart des régions. • Les reventes à l'échelle nationale ont fléchi quelque peu; les marchés en Colombie-Britannique ont été atones, alors que les chiffres en Ontario ont grimpé en mai. • La croissance du crédit hypothécaire a ralenti davantage pour s'établir à 3,5 % au cours de la période de trois mois se terminant en mai.	• Le prix des logements et l'activité dans le secteur • Les dépenses des ménages • Le cadre réglementaire • Le crédit hypothécaire à l'habitation